

OF.DIR.001/18.

São Paulo, 02 de fevereiro de 2018.

Ao

Banco Central do Brasil

Departamento de Regulação do Sistema Financeiro

Assunto: Considerações sobre a LIG (Letra Imobiliária Garantida)

Prezados,

Em primeiro lugar, agradecemos ao Banco Central do Brasil ("Banco Central") pela oportunidade de nos manifestarmos acerca da regulamentação das LIGs.

A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), na qualidade de representante das instituições que atuam no mercado financeiro e de capitais, reuniu um grupo de trabalho misto com integrantes dos comitês de Produtos de Tesouraria, Produtos Imobiliários, assim como integrantes do Subcomitê de Agentes Fiduciários e Companhias Securitizadoras, para tratar das questões atinentes à regulação da LIG.

Conforme discutido em reunião realizada com este D. Banco Central em 17 de novembro de 2017, apresentamos a seguir nossos comentários, que reúnem sugestões de aprimoramento, solicitações de esclarecimentos, bem como questões relacionadas a outros normativos.

1. Segregação do patrimônio de afetação quando da administração da carteira de ativos pelo agente fiduciário

O art. 47 da Resolução 4.598, de 29 de agosto de 2017 ("Resolução 4.598/17"), dispõe que, nas hipóteses de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial, falência ou reconhecimento de estado de insolvência da instituição emissora da LIG ("Emissora"), o agente fiduciário fica investido de mandato para administrar a carteira de ativos.

A Resolução 4.598/17 dispõe, ainda, que a carteira de ativos deve ser submetida ao regime fiduciário, enquanto a Lei 13.097, de 19 de janeiro de 2015 ("Lei 13.097/15"), que regulamenta a LIG, define que



regime fiduciário é aquele instituído por meio da constituição de patrimônio de afetação integrado pela totalidade dos ativos que fazem parte da carteira de ativos, entre outros requisitos. Ressaltamos, ainda, que o patrimônio de afetação da LIG não se confunde com o patrimônio da Emissora. Além disso, a Lei 13.097/15 prevê que os ativos que integram a referida carteira de ativos submetida ao regime fiduciário: (i) não são alcançados pelos efeitos da decretação de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência da Emissora; (ii) não respondem direta ou indiretamente por dívidas e obrigações da Emissora, até o pagamento integral dos valores devidos aos titulares da LIG; (iii) não podem ser objeto de arresto, sequestro, penhora, busca e apreensão ou qualquer ato de constrição judicial em decorrência de outras obrigações da Emissora; e (iv) não podem ser utilizados para realizar ou garantir obrigações assumidas pela Emissora, exceto as decorrentes da emissão da LIG.

Desta forma, em razão dos questionamentos feitos pelo Banco Central sobre possíveis formas de segregar o patrimônio de afetação nas situações previstas no art. 47 da Resolução 4.598/17, quando o agente fiduciário se torna mandatário da carteira de ativos e, após discussões e entendimentos havidos com os participantes do grupo de trabalho misto, entendemos que **o patrimônio de afetação deveria permanecer sob o atual número do CNPJ (Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica) da Emissora**, considerando as hipóteses e os motivos a seguir expostos.

Hipótese nº 1 – abertura de um novo CNPJ (constituição de uma nova sociedade) para a administração da carteira de ativos pelo agente fiduciário

A constituição de uma nova sociedade e a consequente abertura de um novo número de CNPJ para realizar a administração da carteira de ativos impactaria diretamente o investidor da LIG, uma vez que, quando da administração da carteira de ativos pelo agente fiduciário, os recursos provenientes dos ativos integrantes da carteira de ativos deveriam ser utilizados com o objetivo de cumprir, também, os encargos associados às LIGs, inclusive custos de administração. Cabe destacar que, além do custo gerado pela abertura e manutenção de uma nova sociedade, a nosso ver haveria, ainda, impactos fiscais e tributários na carteira de ativos e, por conseguinte, para os investidores da LIG.

Hipótese nº 2 – transferência dos lastros da carteira de ativos ao CNPJ do agente fiduciário

Por outro lado, a transferência dos lastros da carteira de ativos da LIG ao agente fiduciário apresentaria alto custo sem benefício equivalente, dado que os recursos provenientes dos ativos integrantes das carteiras de ativos deveriam ser utilizados com o objetivo de cobrir os custos de transferência de titularidade dos créditos imobiliários integrantes da carteira de ativos no Cartório de Registro de Imóveis, por exemplo. Adicionalmente, entendemos não ser necessária a transferência da carteira de ativos da LIG ao número do CNPJ do agente fiduciário, dado que a Lei 13.097/15 e a Resolução 4.598/17 já oferecem segurança jurídica bem como estabelecem mandato legal e poderes para o agente fiduciário ceder, alienar, renegociar, transferir ou de qualquer outra forma dispor dos



ativos integrantes da carteira de ativos, incluindo poderes para ajuizar ou defender os investidores titulares de LIG em ações judiciais, administrativas ou arbitrais relacionadas à carteira de ativos, inclusive proceder à execução das garantias dos ativos.

Por fim, vale destacar que o art. 87 da Lei 13.097/15 estabelece que “uma vez liquidados integralmente os direitos dos investidores titulares de LIG e satisfeitos os encargos, custos e despesas relacionados ao exercício desses direitos, **os ativos excedentes da carteira de ativos serão integrados à massa concursal**”. Em outras palavras, nas situações previstas no art. 47 da Resolução 4.598/17, quando o agente fiduciário se torna mandatário da carteira de ativos, o patrimônio de afetação deve permanecer sob o atual número do CNPJ da Emissora, de modo que a reintegração de ativos excedentes da carteira de ativos à massa concursal seja justificável.

2. Administração da carteira de ativos pelo agente fiduciário

Ainda com relação ao art. 47 da Resolução 4.598/17, para que o agente fiduciário prossiga com a administração da carteira de ativos, nas hipóteses previstas no referido artigo entendemos ser importante que o interventor, liquidante ou administrador judicial auxilie o agente fiduciário na transição da administração da carteira de ativos.

Entendemos, ainda, que a Emissora não tem nenhuma relação direta com o interventor, liquidante ou administrador judicial. Sendo assim, sugerimos incluir previsão expressa com o objetivo de prever que o interventor, liquidante ou administrador judicial seja responsável e obrigado a enviar e/ou fornecer, ao agente fiduciário, todas e quaisquer informações, documentos, autorizações e registros necessários ao fiel cumprimento de suas obrigações previstas na Resolução 4.598/17.

3. Atribuições e poderes do agente fiduciário durante a administração da carteira de ativos pela instituição emissora

a) Verificação da veracidade das informações

O inciso I do art. 63 da Resolução 4.598/17 dispõe que o agente fiduciário deverá, durante a administração da carteira de ativos pela Emissora, verificar a veracidade das informações contidas no registro e nos demais documentos fornecidos por esta.

Não obstante as obrigações do agente fiduciário e da Emissora previstas na Resolução 4.598/17 nos termos mencionados, ressaltamos que as obrigações do termo de emissão da LIG (“Termo de Emissão”) são constituídas por acordos bilaterais de vontade.



Desta forma, gostaríamos de confirmar o entendimento de que as partes poderão estabelecer, no Termo de Emissão, as diretrizes para a verificação da veracidade das informações pelo agente fiduciário (tais como forma de consubstanciação de informações e critérios para seleção de amostras de informações a serem verificadas).

b) Acompanhamento de prestação de informações pela instituição emissora ao depositário central

Nos termos do inciso VII, art. 63, da Resolução 4.598/17, o agente fiduciário deverá, durante a administração da carteira de ativos pela Emissora, acompanhar a prestação das informações obrigatórias desta ao depositário central e aos órgãos de supervisão, alertando os investidores titulares da LIG, o Banco Central e os demais interessados acerca de eventuais omissões ou inconsistências constantes de tais informações.

Em observância ao inciso indicado, gostaríamos de confirmar o entendimento de que o acompanhamento do agente fiduciário estaria limitado à prestação de informações, pela Emissora, que estejam relacionadas às LIGs e/ou à carteira de ativos, com exclusão de quaisquer outras informações que eventualmente devam ser prestadas a tais entidades por parte desta. Além disso, em linha com as observações expostas no item “a” acerca da bilateralidade do Termo de Emissão, gostaríamos também de confirmar o entendimento de que o agente fiduciário e a Emissora poderão prever no mencionado documento quais informações o agente fiduciário deverá acompanhar em cumprimento ao disposto na Resolução 4.598/17.

Adicionalmente, gostaríamos de solicitar esclarecimentos sobre a definição da expressão “demais interessados” mencionada no referido dispositivo, além dos próprios investidores da LIG. É importante ressaltar que os agentes fiduciários exercem suas atividades visando assegurar as condições e os direitos dos investidores do ativo em questão.

c) Situações que devem ser informadas ao Banco Central pelo agente fiduciário imediatamente

O inciso XII, do art. 63, da Resolução 4.598/17 menciona quais situações deverão ser comunicadas imediatamente ao Banco Central pelo agente fiduciário. Por isso, gostaríamos que o Banco Central indicasse a forma e o meio pelos quais as referidas situações deverão ser informadas, caso tal procedimento já tenha sido definido.



4. Indicador de Liquidez de Curto Prazo - LCR

Um ponto que entendemos de grande importância para fomentar o desenvolvimento do mercado de LIG no Brasil refere-se ao tratamento deste título no LCR.

O LCR define um valor mínimo de liquidez de curto prazo necessário para fazer frente às saídas líquidas de caixa, em um cenário de crise de liquidez de 30 dias, e é regulado pela Resolução 4.401, de 27 de fevereiro de 2015 ("Resolução 4.401/15"), e pela Circular 3.749, de 15 de março de 2015 ("Circular 3.749/15").

A regulação do LCR, supracitada, prevê tratamento para as operações de captação estruturadas, nas quais se inclui a LIG, do ponto de vista da instituição financeira (i) como emissora no mercado, por meio da inclusão nas saídas de caixa no denominador do índice, e (ii) como possível compradora de uma LIG emitida por outra instituição, quando ocorre a inclusão, como ativos líquidos, no numerador do índice, cujo cenário será abordado a seguir.

a) Instituição financeira como emissora da LIG

O art. 22 da Circular 3.749/15 determina que 100% do saldo de uma captação estruturada, com vencimento nos próximos 30 dias, ou superior a 30 dias caso permita a liquidação antecipada, seja considerado como saída de caixa.

Tendo em vista que o LCR corresponde à razão entre o estoque de ativos de alta liquidez (HQLA) e o total de saídas líquidas de caixa previstas para um período de 30 dias, conforme definido na Resolução 4.401/15, ao considerar como saída de caixa 100% do saldo de captação por meio de LIG com previsão de liquidação antecipada, as instituições financeiras sujeitas à aplicação desta regulação precisariam, necessariamente, manter ativos de alta liquidez correspondentes ao saldo da captação por meio de LIG, ainda que não tenham vencimento nos próximos 30 dias.

Soma-se ao disposto o agravante de que a demanda por títulos emitidos sem a possibilidade de liquidação antecipada é significativamente reduzida no Brasil, dada (i) a importância que o investidor brasileiro dá à possibilidade de realizar liquidações antecipadas, e (ii) a concorrência com outros produtos disponíveis no mercado que oferecem essa possibilidade.

Portanto, ao mesmo tempo que há baixa demanda por títulos sem a previsão de liquidação antecipada, não haveria interesse por parte das instituições financeiras em emitir LIG com a previsão de liquidação antecipada, dado que o saldo dessa captação seria considerado como saída de caixa.



Dessa forma, considerar como saída de caixa 100% do saldo de captação por meio de LIG com previsão de liquidação antecipada poderia implicar redução considerável no seu mercado potencial.

Nesse sentido, sugerimos, primordialmente, alterar o art. 22 da Circular 3.749/15 para excluir a condição citada:

“Art. 22. Devem ser consideradas saídas de caixa correspondentes a operações de captação estruturadas 100% (cem por cento) dos saldos com vencimento nos próximos trinta dias ~~ou com vencimento superior a trinta dias caso permitam a liquidação antecipada da operação.~~”

No entanto, caso não seja possível aceitar tal condição, solicitamos a exclusão dos casos em que a liquidação antecipada da LIG dependa da discricionariedade da instituição emissora em permitir seu exercício, em linha com o disposto no art. 14, § 2º da Circular 3.749/15.

b) Instituição financeira como compradora da LIG no mercado

Com relação aos ativos de alta liquidez, de acordo com o § 2º, art. 8º, da Circular 3.749/15, os títulos garantidos por ativos da instituição emissora enquadram-se na categoria Nível 2A, que prevê aplicação de um fator de ponderação de 85% sobre o valor de mercado do título, desde que atendam aos critérios pré-estabelecidos pela norma.

No entanto, um dos critérios da circular refere-se à liquidez do ativo. Conforme disposto no inciso II, § 4º, art. 8º, da Circular 3.749/15, os títulos devem ter sido negociados no mercado secundário por meio de venda definitiva ou com compromisso de recompra, por, no mínimo, 75% dos dias, nos últimos 12 meses. Entendemos a preocupação do regulador com relação à liquidez dos ativos que serão considerados HQLA de Nível 2A, mas cabe destacar que as características do mercado brasileiro relativas à liquidez, principalmente no que se refere aos títulos de renda fixa privada, tornam essa disposição bastante restritiva.

Assim, entendemos que a disposição citada no inciso II, § 4º, art. 8º, da Circular 3.749/15, torna improvável o enquadramento da LIG nos ativos líquidos de uma instituição emissora, limitando o apetite das instituições financeiras por emitir esses títulos, cujo impacto seria, novamente, a redução considerável no mercado potencial da LIG.

Desse modo, ainda pode ser gerado um círculo vicioso, uma vez que atualmente o mercado de títulos privados de renda fixa não tem condições de liquidez desenvolvidas, e não haverá incentivo para que os principais formadores de mercado passem a desenvolvê-lo, dado que não serão considerados



ativos líquidos para os bancos conforme os critérios de LCR. Entendemos que o mercado de títulos privados de renda fixa ainda está em desenvolvimento e, portanto, não acreditamos que os níveis de liquidez exigidos pelo citado dispositivo seriam atingidos facilmente com relação à LIG, o que poderia prejudicar o desenvolvimento do mercado deste título.

Com o objetivo de estabelecer um ambiente regulatório favorável para a emissão e negociação da LIG, apresentamos as sugestões abaixo.

i. Flexibilização do disposto no § 3º, art. 8º, da Circular 3.749/15 – valor do título

O § 3º do art. 8º estabelece que, para serem considerados ativos de Nível 2A, os títulos devem ser fonte de liquidez nos mercados mesmo durante períodos de estresse. Tal disposição é definida pelo fato de que o valor do título não pode ter sofrido uma queda maior que 10% em um período de 30 dias desde a sua emissão, ou, no mínimo, nos seus últimos cinco anos de negociação.

Entendemos que o disposto pelo Banco Central está de acordo com as diretrizes que constam do documento “Basel III: The liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools”¹, do Comitê de Basileia, publicado pelo BIS (Bank for International Settlements) em janeiro de 2013. No entanto, gostaríamos de apontar a dificuldade em atender a essa disposição no caso do mercado brasileiro. À guisa de exemplo, ao analisarmos o histórico de preços da NTN-B com vencimento em 15 de maio de 2017, com dez anos de prazo, é possível observar queda superior a 10% em 2008 e 2012.

Nesse sentido, gostaríamos de discutir essa questão junto ao Banco Central, para verificar a possibilidade de flexibilização desse percentual no caso de LIGs, dado que parece ser demasiadamente baixo para um título privado de renda fixa negociado no mercado brasileiro.

ii. Flexibilização do disposto no inciso II, § 4º, art. 8º, da Circular 3.749/15 – negociação

O referido dispositivo estabelece como critério de liquidez a negociação no mercado secundário por, no mínimo, 75% dos dias, nos últimos 12 meses. No entanto, no Brasil o mercado secundário de títulos privados de renda fixa ainda se encontra em desenvolvimento, de modo que nos parece que a liquidez da LIG poderia demorar a atingir tais patamares, ou mesmo não conseguir atingi-los, o que provavelmente inviabilizaria que fosse considerada como HQLA de Nível 2A.

¹ Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>.



Com o objetivo de estimar o número de ativos que atenderiam a esse critério no Brasil, utilizamos informações disponíveis no Sistema REUNE² referentes à negociação de debêntures extragrupo. Dentre as 459 debêntures que tiveram negociações registradas no Sistema REUNE em 2017, apenas 21 delas foram negociadas por no mínimo 75% dos dias do ano, ou seja, 4,6% das debêntures.

Considerando que esse critério de liquidez contempla também as operações compromissadas, buscamos dados no site da B3 (seção da Cetip), com informações sobre as operações compromissadas de debêntures. O site disponibiliza as operações realizadas nos últimos 180 dias, sendo 126 dias úteis. Ao analisar os dados, nota-se que, das 539 debêntures que foram objeto de compromissadas nesse período, apenas 72 delas foram negociadas em, no mínimo, 75% dos dias do período analisado, ou seja, 13,4% das debêntures.

Assim, para fomentar a emissão de LIG pelas instituições, sugerimos a exclusão desse critério até que o mercado da LIG esteja suficientemente desenvolvido para cumprir com tais critérios ou, alternativamente, o estabelecimento na regulação de um cronograma que seja implementado de forma gradual para a LIG. O objetivo é que a flexibilização proposta auxilie na criação de um ambiente regulatório favorável à negociação da LIG, gerando incentivo para incrementar o mercado secundário do título, pelo menos até o mercado amadurecer.

Agradecemos a oportunidade de contribuir neste processo e colocamo-nos à disposição para eventuais esclarecimentos, bem como para aprofundarmos qualquer item considerado necessário.

Atenciosamente,

Eric Altafim
Presidente do Comitê de Produtos de
Tesouraria

Sergio Goldstein
Presidente do Comitê de Finanças
Corporativas

² O Sistema REUNE consiste no registro eletrônico das informações sobre preço ou referência de preço (taxa), quantidade ou volume financeiro aproximado, horário da execução, identificação da contraparte (exclusivamente quando esta for instituição participante), identificação do tipo da operação (intragrupo ou extragrupo) e identificação do valor mobiliário de renda fixa negociado.

